



交通运输—航运

报告原因: 1 季报公布

2010 年 4 月 29 日

市场数据: 2010 年 04 月 28 日

收盘价 (元)	4.27
一年内最高/最低 (元)	6.44/3.95
市净率	2.01
市盈率	-9.23
流通 A 股市值 (百万元)	10094

基础数据: 2010 年 3 月 31 日

每股净资产 (元)	2.15
资产负债率%	42.29
总股本/流通 A 股(百万)	11683/6087
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

相关研究

分析师: 曹玲燕

联系人: 孟令茹

TEL: 03518686978

e-mail: menglingru@sxzq.com

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

中海集运 (600428)

增持

2010 年 1 季度公司业绩大幅减亏

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

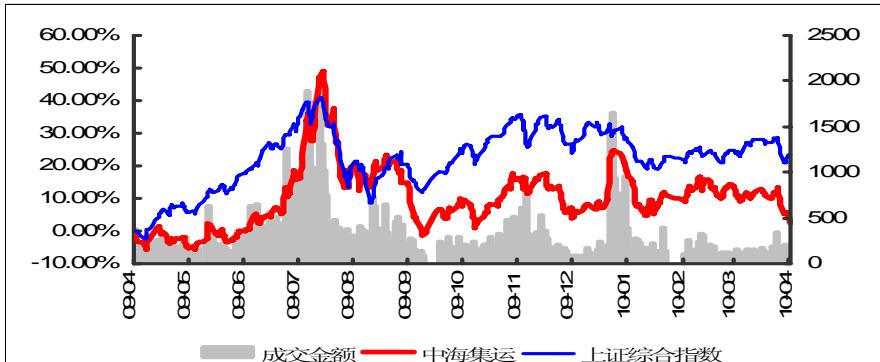
单位: 百万元、元、%、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	35110.30	-10.28	130.58	-96.07	0.01	0.30	0.41	391.07
2009A	19937.59	-43.21	-6489.05	-5069.39	-0.56	-31.99	-25.72	-7.89
2010E	30257.74	51.76	1748.02	-	0.15	8.26	6.30	29.28
2011E	38673.25	27.81	2754.98	57.61	0.24	10.08	9.04	18.58

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

- **2010 年 1 季度公司业绩大幅减亏。**2010 年 1 季度公司实现主营业务收入 663330.11 万元, 同比增长 46.44%, 营业利润亏损 1.66 亿元, 较 09 年单季度平均亏损额大幅减少 14.29 亿元, 归属于母公司净利润-1.93 亿, 较 09 年单季度平均亏损额减少 14.30 亿, 第一季度每股收益-0.0165 元, 较 09 年 1 季度增加 0.0876 元。
- **运价及运量同时增加是公司当期营业收入增长、净利润大幅减亏的重要原因。**随着经济的逐步回暖, 2010 年以来公司集装箱运输航线运价及运量均出现回暖势头, 尤其是 09 年运量及运价大幅下降的欧地航线在 2010 年以来均出现较好表现, 导致 2010 年 1 季度公司完成的重箱量和单箱运费收入较去年同期相比大幅上升。数据显示, 2010 年欧洲和地中海航线是中国出口集装箱航线中运价表现最为不俗的两条航线, 其中 2010 年前 3 季度欧洲航线平均运价报收于 1851.57 点, 同比上涨 103.59%, 地中海航线平均运价报收于 1753.86 点, 同比上涨 108.94%, 均达到 2008 年 1 季度平均运价水平。从运量上看, 2010 年前 2 个月, 亚洲-欧洲航线货运量同比增长达到 28%。欧洲航线在中海集运全球航线布局中占据非常重要的地位, 2007 年上一年内公司股价与大盘对比走势:



请务必阅读正文之后的特别声明部分

述两条航线运输收入占全年营业收入总额的 33%，2008 年占到 32%，2009 年由于该航线运价及运量大幅下降，该航线运输收入仅占 22%，我们认为，随着欧洲地区经济的回暖，该航线运输收入将会逐步恢复到正常水平。

- **公司投资收益同比上涨 1868.16%。**2010 年 1 季度公司投资收益大幅上涨主要是由于公司所属中海码头的烟台港股权置换，将原有的烟台环球 35% 股权置换为烟台港股份有限公司 3.9% 股份，根据股权转让协议定价，公司股权处置收益增加，进而导致公司当期投资收益达到 9413.22 万元，若果不考虑此项收益，公司营业利润亏损将会增加到 2.58 亿元。
- **2010 年 1 季度公司财务费用大幅增长。**2010 年 1 季度公司财务费用为 1.12 亿元，较 09 年同期同比上涨 382%，主要是由于公司长短期借款增加，利息支出增加。截止 2010 年 3 月底，公司负债总额达到 189.25 亿元，较 09 年底增加 5.68 亿元，资产负债率为 42.29%，较 09 年底增加 0.88 个百分点；另外 2010 年以来欧洲债务危机的发生导致欧元区货币出现一定贬值，进而导致欧地航线运输收入出现汇兑损失。
- **短期内世界经济难以恢复到危机爆发前水平，但是世界经济逐步得到改善是不争的事实，这将成为集运市场需求逐步改善的重要支撑。**

2010 年 4 月 21 日国际货币基金组织再次上调对今年世界经济的增长预期，由 1 月份预计的 3.9% 上调至 4.25%，与此同时全球国际贸易增速也不断被向上修正，著名航运研究机构克拉克森在 2010 年 4 月月报中再次调高 09 年集装箱运量增速到 8.8%，而 3 月月报中增速为 7.5%。

在此背景下标示中海集运各航线货运量的指标也处于改善之中：2010 年 3 月中国出口订单指数 54.50，较 3 月上涨了 4.20 个百分点，意味着未来数月中国出口有望急速回升，中国两大外贸集装箱码头外贸集装箱吞吐量也呈现逐步好转态势，尽管好转程度较往年相比依然有一定差距：10 年前 3 月深圳港集装箱吞吐量累计完成 492.94 万标箱，累计增长 26.70%，3 月当月集装箱吞吐量环比增长 7.13%，低于 08 年环比增速 24.23%，也低于 09 年当期环比增速 33.09%，同样以外贸集装箱吞吐为主的上海港呈现相似现象，09 年前 3 月上海港集装箱吞吐量累计完成 643.22 万标箱，累计增速 14.60%，3 月当月集装箱吞吐量环比增速 23.40%，低于 08 年当期环比增速 31.32%，也低于 2009 年同期环比增速 47.30%。另外，美国和欧盟商品零售额近期环比增长也呈现改善趋势，但是还没有恢复到 08 年最高水平：10 年 3 月美国商品零售额 3631.94 万美元，环比增长 1.60%，好于 2 月环比增速 0.52%，但与 07-08 年最高额尚有 4% 的差距，欧盟市场变化趋势与美国雷同。

- **寡头垄断的集运市场中各船东通过加强合作控制运力减速慢行等措施有望于**

推动 10 年集运运价温和上涨。

从集运市场整体运力来看，集运市场运力增速远大于运量增速，但是由于集运市场的寡头垄断性质，少数船东控制着全球大部分运力，2010 年 3 月底，全球前 20 大船东控制着全球 40-50% 的运力，使船东通过调节运力、减速慢行等措施来缓解运力过剩压力变动相对容易，截止到目前为止，全球闲置运力占集运总运力的 9.3% 的比例依然维持，同样中海集运也加强了与其他各大船东的合作，包括长荣、达飞等航运公司。

正是由于此原因加上欧美国家补库存需求，导致 2010 年以来集运运价指数呈现温和上涨态势，截止 2010 年 4 月 23 日，中国出口集装箱运价指数报收于 1117.12 点，较 09 年底上涨 26.72%，与中海集运业绩密切相关的几条航线除了美东航线外，均出现较大涨幅，其中欧洲航线运价涨幅达 76.65%，地中海航线运价涨幅为 65.42%，美西航线运价上涨 12.84%，南非南美航线运价上涨 19.46%。运价温和上涨导致公司营运业绩逐步向盈亏平衡点靠近。对于未来运价走势，目前正处于美线运价谈判最终敲定之际，为争取运价上调，班轮公司控制运力势头更是不减，这也意味着近期运价变动将会依然比较平稳，克拉克森在 2010 年 4 月集运月报中预测，2010 年集运运力预计会限制在 6% 的增速水平，而运量贸易增速将会达到 8.8%。由此判断，2010 年 5 月之后运价保持温和上涨态势依然值得期待。

- **维持公司“增持”评级。** 我们维持前期预测假设，假定 2010 年公司各航线共完成重箱量总计 791.26 万标箱，2011 年完成 871.94 万标箱，假定 2010 年综合平均运价上涨 35%，2011 年平均上涨 16%，则 2010 年每股收益为 0.15 元，2011 年为 0.23 元，按照当前价格计算 2010-2011 年 PE 分别为 29 倍和 19 倍，假定未来船东依然通过友好合作达到控制运力投放进度，则 10 年余下的数月集运运价依然存在温和上涨的空间，建议重点关注美线运价谈判进程及集装箱出货量旺季来临之前带来的集运运价上涨进而出现的阶段性交易机会，维持“增持”评级。
- **投资风险：** 经济恢复力度低于预期；船东控制运力投放程度低于预期。

表 1. 盈利预测表

	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E
一、营业总收入(万元)	3913369.08	3511029.70	1993758.53	3025773.88	3867324.84
营业收入(万元)	3913369.08	3511029.70	1993758.53	3025773.88	3867324.84
同比增长: %	26.61%	-10.28%	-43.21%	51.76%	27.81%
二、营业总成本(万元)	3523962.31	3507255.37	2637367.55	2782533.489	3484887.097
营业成本(万元)	3377717.49	3358027.74	2541896.02	2639685.129	3302308.679
同比增长: %	17.21%	-0.58%	-24.30%	3.85%	25.10%
毛利率: %	13.69%	4.36%	-27.49%	12.76%	14.61%
营业税金及附加(万元)	24057.08	36071.84	19749.87	29972.8577	38309.13405
销售费用(万元)					
管理费用(万元)	65865.89	55208.83	71464.57	92722.25363	118510.8634
财务费用(万元)	57375.19	54377.35	8095.71	20153.24808	25758.42083
资产减值损失(万元)	-1053.35	3569.61	-3838.62	0.00	0.00
三、其他经营收益(万元)					
投资净收益(万元)	392.16	8074.34	5726.59	6585.5785	7244.13635
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(万元)	697.17	2883.02	3686.53		
四、营业利润(万元)	391258.88	10388.72	-637882.42	249825.97	389681.88
加：营业外收入(万元)	1557.11	4513.40	4779.38	0.00	0.00
减：营业外支出(万元)	333.01	489.94	11824.72	0.00	0.00
营业外收支净额(万元)	1224.10	4023.46	-7045.34	-7045.34	-7045.34
五、利润总额(万元)	392482.99	14412.18	-644927.76	242780.63	382636.54
减：所得税(万元)	60070.57	-1118.51	2246.58	48556.13	76527.31
六、净利润(万元)	332412.42	15530.69	-647174.34	194224.50	306109.23
减：少数股东损益(万元)	21.49	2472.64	1730.48	19422.45005	30610.92295
归属于母公司所有者的净利润(万元)	332390.93	13058.05	-648904.82	174802.05	275498.31
七、每股收益：					
(一) 基本每股收益(元)	0.36	0.01	-0.56	0.15	0.24
(二) 稀释每股收益(元)	0.36	0.01	-0.56	0.15	0.24

资料来源：公司资料 山西证券研究所

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上

增持: 相对强于市场表现 5~20%

中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现

中性: 行业与整体市场表现基本持平

看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。